

*Jurnal Ilmiah**Ekonomi dan Bisnis*

- 1 - 20 PENGUJIAN PECKING ORDER THEORY PADA PASAR MODAL INDONESIA - *Arista Natia Afriany*
- 21 - 34 ANALISIS PEMASARAN KARET PADA PERKEBUNAN KARET DESA SAHILAN DARUSSALAM KECAMATAN GUNUNG SAHILAN KABUPATEN KAMPAR - *Arizal N*
- 35 - 54 ANALISIS PEMASARAN MINYAK GORENG MEREK PALMOLIN PADA PT. CITRA KARYA SUKSES BENGKALIS - *Bambang Suroto*
- 55 - 67 PENGARUH PERILAKU KEPEMIMPINAN, IKLIM ORGANISASI & MOTIVASI BEPRPRESTASI TERHADAP KINERJA DOSEN PADA FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS LANCANG KUNING - *Dini Onasis*
- 69 - 93 PENGARUH LIKUIDITAS OBLIGASI, KUPON & JANGKA WAKTU JATUH TEMPO OBLIGASI TERHADAP RETURN OBLIGASI DI BURSA EFEK INDONESIA - *Dwika Lodia Putri*
- 95 - 117 ANALISIS PEMASARAN KENDARAAN RODA DUA MATIC MEREK YAMAHA MIO PADA PT. KERTA KARMA JAYA PEKANBARU - *Hadiyati*
- 119 - 140 PENGARUH ATRIBUT KUALITAS AUDIT TERHADAP PERCEIVED AUDIT QUALITY & AUDIT SATISFACTION BISNIS UNIT PT. RAPP DI PANGKALAN KERINCI RIAU - *Indarti*
- 141 - 161 ANALISIS AKUNTANSI PERTANGGUNGJAWABAN SOSIAL PERUSAHAAN (CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY) TERHADAP MASYARAKAT SEKITAR PADA PT. CHEVRON PASIFIC INDONESIA Tbk. DI DURI - *Inova Fitri S*
- 163 - 179 EVALUASI SISTEM PENGENDALIAN INTERN PEMERINTAH (SPIP) PADA BAGIAN PENGELOLAAN KEUANGAN BALAI BAHASA PROVINSI RIAU SESUAI DENGAN PERATURAN PEMERINTAH NO. 60 TAHUN 2008 - *Jeni Wardi & Rinda Luviana*
- 181 - 191 PENGARUH GAYA KEPEMIMPINAN TERHADAP KINERJA KARYAWAN PADA PT. RIAU JAYA CEMERLANG PEKANBARU - *Murnawati*
- 193 - 208 PENGARUH FAKTOR INTERNAL BANK TERHADAP VOLUME KREDIT PADA BANK YANG GO PUBLIC DI INDONESIA PERIODE 2009 - 2012 - *Neneng Salmiah & Nuraidah N*
- 209 - 222 PENGARUH PEMANFAATAN SISTEM INFORMASI AKADEMIK (SIMAK) TERHADAP KINERJA INDIVIDUAL DENGAN KEMUDAHAN PENGGUNAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING - *Reni Farwitawati*
- 223 - 239 PENGARUH KEDISIPLINAN & KEPEMIMPINAN TERHADAP PRESTASI KERJA DOSEN UNIVERSITAS PASIR PENGARAIAN (UPP) KABUPATEN ROKAN HULU - *Rita Wiyati*
- 241 - 251 MENGUJI PENGARUH ADOPTSI E-BUSINESS TERHADAP KINERJA & EFISIENSI PERUSAHAAN MELALUI ANALISIS WEBSITE - *Yennisa*
- 253 - 266 PENGARUH FAKTOR-FAKTOR RASIONAL POLITIK DAN KULTUR ORGANISASI TERHADAP IMPLEMENTASI INFORMASI KINERJA PADA INSTANSI PEMERINTAH DAERAH KOTA PEKANBARU - *Yuneita Anisma, M. Rasuli & Kikis Ramadony Eka Wardana*

J. ILMIAH EKONOMI BISNIS	VOLUME 11	NO. 1	HLM. 1 -266	PEKANBARU 2014	ISSN 1829 - 9822
--------------------------------	-----------	-------	----------------	-------------------	---------------------

ISSN : 1829 - 9822

Jurnal Ilmiah

Ekonomi dan Bisnis

Penanggung Jawab
Dekan Fakultas Ekonomi

Pemimpin Redaksi
Arista Natia Afriany

Sekretaris Redaksi
Zaharman

Redaktur Pelaksana
Arizal.N
Wita Dwika Listihana
Jeni Wardi

Dewan Redaksi
M.Thamrin
Agus Seswandi
Machasin
Roesdi Ilyas
Hardi
M.Uyup Jas

Tata Usaha
Didik Siswanto

Alamat Redaksi
Fakultas Ekonomi Universitas Lancang Kuning
Jl. D.I. Panjaitan KM. 8 Rumbai Pekanbaru
Telp/Fax : (0761) 52581
e-mail: jiedbfekon@gmail.com

PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY* PADA PASAR MODAL INDONESIA

Arista Natia Afriany

Fakultas Ekonomi Universitas Lancang Kuning

Abstrak: Penelitian ini dilakukan untuk menguji teori *pecking order* secara empiris. Penelitian ini difokuskan untuk menguji pengaruh variabel-variabel *assets tangibility*, *firm size*, *growth* dan *profitability* terhadap *leverage*, dalam menjelaskan proses pengambilan keputusan pendanaan di perusahaan-perusahaan yang terdapat pada pasar modal Indonesia. Variabel-variabel tersebut berhubungan dengan berbagai asumsi yang terdapat dalam *pecking order theory*. Data yang digunakan berupa rasio-rasio keuangan dari perusahaan sample yang berjumlah 99 perusahaan selama periode 2002-2007. Metode yang digunakan adalah *multiple regression method* dengan variabel terikat *debt ratio*; sedangkan *profitability*, *growth*, *firm size* dan *profitability* bertindak sebagai variabel bebas. Hasil yang diperoleh menunjukkan adanya indikasi berlakunya *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan perusahaan-perusahaan yang terdapat pada pasar modal Indonesia.

Abstract: This research is aimed at empirically proofing the *pecking order theory*. Additionally, it is specifically focused on investigating the influence of *assets tangibility*, *firm size*, *growth*, and *profitability* variables to *leverage*, in clarifying the decision making process among the companies within the Indonesian stock market. Those variables have significant correlations with various assumptions in *pecking order theory*. The data used in this research are financial ratios gathered from 99 sample companies during the period of 2002 to 2007. This research applied the *multiple regression method* by using *debt ratio* as the fixed variable; and *profitability*, *growth* and *firm size* as the free variables. The result shows that there is an indication of *pecking order theory* contribution in the financial decisions process among the companies within the Indonesian stock market.

Kata Kunci: struktur modal, *leverage*, *pecking order theory*.

PENDAHULUAN

Dalam menjelaskan mengenai perilaku pendanaan perusahaan, *pecking order theory* (POT) telah menjadi model pemilihan struktur modal yang sering diperdebatkan. Berdasarkan *pecking order*, perusahaan belum dapat mendefinisikan struktur modal yang optimal (Myers, 1984). Untuk menghadapi informasi yang asimetris, perusahaan melakukan keputusan

pendanaan secara hierarki dari pendanaan internal dan eksternal. Jika pendanaan eksternal diperlukan, yang akan dipilih pertama kali adalah hutang kemudian saham jika masih belum mencukupi. Pemilihan ini juga dikaitkan dengan biaya atas sumber pendanaan dari mulai yang termurah hingga termahal.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) melakukan pengujian *pecking order theory* secara empiris dengan

dasar bahwa perusahaan menggunakan hutang tergantung dari kondisi defisit pendanaannya, sebagai akibat adanya ketidakcukupan arus kas internal (*internal cash flow*) untuk investasi dan komitmen perusahaan untuk membagi dividen. Penelitian tersebut menggunakan regresi sederhana antara defisit finansial perusahaan (variabel bebas) terhadap perubahan penggunaan hutang perusahaan (variabel tidak bebas) dengan menggunakan sampel semua perusahaan yang tercatat dalam Compustat dari tahun 1971-1989, besarnya estimasi koefisien *pecking order* (variabel bebas) sebesar 0,75. Berdasarkan hasil temuan tersebut, Shyam-Sunder dan Myers dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *pecking order theory* merupakan teori struktur modal yang istimewa yang dapat menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan.

Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) yang juga melakukan pengujian *pecking order* dengan mempertimbangkan variabel ukuran (*size*) perusahaan. Hasil penelitian Frank dan Goyal ini menyatakan bahwa perusahaan besar lebih menunjukkan perilaku *pecking order* dibandingkan dengan perusahaan kecil. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal ini diperkuat oleh hasil penelitian Fama dan French (2002) yang justru menemukan bahwa perusahaan kecil mempunyai potensi *asymmetric information* yang tinggi, akibatnya perusahaan kecil dalam keputusan pendanaannya menggunakan *pecking order theory*. Selain hasil temuan di atas, Frank dan Goyal juga menemukan bahwa kekuatan (*power*) *pecking order* dalam menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan semakin lama akan menurun. Hal ini dibuktikan

dari hasil temuan Frank dan Goyal dalam penelitiannya yang menggunakan periode 1971-1998, hasil estimasi menunjukkan bahwa koefisien *pecking order* pada tahun 1974-1989 adalah sebesar 0,28 sedangkan untuk periode tahun 1990-1998 koefisien *pecking order* menjadi lebih rendah yaitu sebesar 0,15.

Dengan demikian, dari hasil temuan di atas dapat diambil kesimpulan bahwa *pecking order theory* masih memiliki dua kelemahan dalam menjelaskan perilaku pendanaan. Adapun kelemahan yang dimaksud adalah *pecking order theory* ternyata berpengaruh terhadap ukuran (*size*) perusahaan dan *pecking order* tidak bisa menjelaskan perilaku keputusan pendanaan sepanjang waktu.

Selanjutnya Jong, Verbeek, dan Verwijmeren (2005) melakukan pengujian *pecking order theory* dengan menggunakan model yang merupakan pengembangan dari model Shyam-Sunder dan Myers (1999); Frank dan Goyal (2003). Penelitiannya menggunakan model yang diharapkan dapat perusahaan [Frank dan Goyal (2003); Fama dan French (2002)] dan kekuatan (*power*) POT yang melemah dan tidak stabil sepanjang waktu [Frank dan Goyal (2003)].

Penelitian Jong, Verbeek, dan Verwijmeren ini menggunakan periode dari tahun 1971-2005 menyatakan bahwa perusahaan kecil-meskipun mempunyai potensi *asymmetric information* yang tinggi tidak berperilaku sesuai dengan *pecking order theory* dalam keputusan pendanaannya; dan kekuatan *pecking order* seiring waktu akan mengalami penurunan bahkan hilang. Hasil temuan Jong, Verbeek, dan Verwijmeren tentang kekuatan *pecking order theory*

yang mengalami penurunan karena waktu memperkuat hasil temuan Opler dan Titman (2000) yang secara eksplisit menyatakan bahwa keputusan pendanaan berubah sepanjang waktu, seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, keputusan struktur modal di masa lalu sangat berperan penting dalam menentukan keputusan struktur modal saat ini.

Jong, Verbeek, dan Verwijmeren dalam penelitiannya juga menemukan bahwa frekuensi pendanaan defisit justru lebih besar terdapat pada perusahaan yang tergolong kecil dan terus meningkat sepanjang tahun. Berdasar dari hasil temuan di atas Jong, Verbeek, dan Verwijmeren mengambil kesimpulan bahwa hasil temuannya mendukung *pecking order theory* dalam kaitannya dengan penggunaan kapasitas hutang perusahaan (*firms' debt capacities*).

Berdasarkan pada hasil penemuan di atas, penelitian ini mencoba untuk menguji apakah *pecking order theory* digunakan dan diterapkan di BEI (Bursa Efek Indonesia). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan faktor *leverage* sebagai variabel terikat dan *profitability*, *growth*, *tangibility assets* dan *size* sebagai variabel bebas. Diharapkan dengan menggunakan *multiple regression method* dapat menunjukkan atau menjelaskan berlakunya *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan pada pasar modal Indonesia.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka pokok permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: Apakah pada *Pecking Order Theory* berlaku dan diterapkan dalam keputusan pendanaan perusahaan yang terdapat dalam pasar

modal Indonesia?

Berdasarkan pada rumusan masalah di atas, maka tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk membuktikan penerapan *pecking order theory* oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia melalui pengujian secara empiris mengenai:

1. Pengaruh *assets tangibility* terhadap *leverage*.
2. Pengaruh *size* perusahaan terhadap *leverage*.
3. Pengaruh *growth* terhadap *leverage*.
4. Pengaruh *profitability* terhadap *leverage*.

TINJAUAN PUSTAKA

Penentuan perilaku struktur modal perusahaan sampai sekarang masih menjadi isu yang sangat penting dalam manajemen keuangan. Banyak penelitian empiris dilakukan untuk menentukan perilaku struktur modal yang paling optimal. Salah satu teori struktur modal yang akhir-akhir ini dianggap bisa menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan adalah *Pecking Order Theory*. Berbagai model pengujian *pecking order* telah banyak digunakan diantaranya dengan menggunakan dasar kondisi defisit pendanaannya, sebagai akibat adanya ketidakcukupan arus kas internal (*internal cash flow*) untuk investasi dan komitmen perusahaan untuk membagi dividen. Beberapa penelitian tentang pengujian *pecking order* dengan menggunakan variabel defisit pendanaan telah dilakukan [Shyam-Sunder dan Myers (1999); Fama dan French (2002); Frank dan Goyal (2003); Jong, Verbeek, dan Verwijmeren (2005); Hovakimian dan Vulavonic (2007)] yang semuanya membuktikan adanya perilaku *pecking order*.

Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Chirinko dan Singha (2000); Lemon dan Zender (2004) yang juga menggunakan variabel defisit pendanaan untuk menguji *pecking order* dengan mempertimbangkan kapasitas hutang perusahaan yang juga mendukung perilaku pendanaan *pecking order*.

Selain penelitian tersebut penelitian ini juga dilakukan oleh Susi indriyani (2006) yang menunjukkan adanya hubungan antara *leverage* dengan *growth*, *profitabilitas*, *asset tangibility*, dan *size*. Sample penelitian hanya terdiri dari 39 perusahaan yang kemudian dilakukan pengujian dengan periode yang lebih pendek dengan maksud untuk mengakomodasi lebih banyak sample hingga menjadi 92 perusahaan. Periode yang dilakukan antara tahun 1997 sampai dengan tahun 2004. adapun model analisa yang dipakai menggunakan analisa regresi metode OLS dengan uji *t* atas setiap koefisien parameter dengan model regresi berganda.

Chung (1993) dalam Nisa Fidyati (2003) melakukan studi dengan menggunakan 1449 perusahaan. Data ini diambil dari *Standard and Poor's Compustad Annual Industry* dan file PDE tahun 1980-1984. Chung mengambil dua periode waktu yang berbeda untuk menguji asumsi seimbang yaitu periode 1975-1979 dan periode 1980-1984. Hasil studi dua periode ini ternyata tidak menunjukkan adanya perbedaan. Chung (1993) menggunakan variable antara lain *Systematic risk*, *fixed asset ratio* dan *Size*. Variable dependen yang digunakan Chung (1993) adalah rasio hutang jangka panjang, rasio hutang jangka pendek dan rasio total hutang dan asset perusahaan. Model yang

digunakan adalah model regresi berganda. *Fixed asset ratio* dan *size variable* ini ditemukan mempunyai hubungan positif yang signifikan dengan *financial leverage*. Hasil studinya menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki rasio aktiva tetap yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang tinggi sedangkan perusahaan yang menghadapi resiko yang tinggi cenderung menggunakan hutang lebih sedikit, baik untuk hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek.

McCue dan Ozcan (1992) dalam Saidi (2004) melakukan penelitian bertujuan untuk mempelajari pengaruh dari faktor-faktor penentu struktur modal rumah sakit di California. Penelitian dilakukan terhadap 475 rumah sakit selama tahun 1982 hingga tahun 1987. variable-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: *Asset Structure*, *Growth*, *Profitability*, *Risk*, *Size*, *Tax Shield*, *Ownwership Affiliation*, *Payment System*, dan *Market Condition*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *asset structure*, *growth*, *profitability*, *risk*, *size*, *tax shield*, *ownership affiliation*, *payment system*, dan *market condition* berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal.

Balakrishnan, srinivasan dan Isac Fox (1993) dalam Saidi (2004) melakukan penelitian bertujuan untuk mengetahui dampak dari karakteristik perusahaan terhadap struktur modal. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat tahun 1978 sampai dengan tahun 1987. variable-variabel yang digunakan sebagai variable bebas dalam penelitian ini meliputi: *Earnings Volatility*, *Depreciation*, *R&D Intensity*, Dan *Growth Opportunities*. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan atau faktor-faktor yang menjadi penentu struktur modal adalah: risiko yang diukur dengan *Earnings Volatility*, *Depreciations* dan *Advertising*.

Thies dan Klock (1992) dalam Sekar Mayangsari (2001) mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, *convertible debt*, saham preferen dan saham biasa). Berdasarkan analisa *pooled regression* beberapa faktor yang berpengaruh adalah profitabilitas, persediaan dan aktiva tetap bersih, pertumbuhan, pajak, tingkat bunga, variabilitas, kecuali *operating leverage*. Hasil penelitian yang konsisten dengan *Pecking order theory* membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan profit (Titman dan Wessel 1988; Baskin 1989; Thies dan Klock 1992). Temuan ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba lebih mungkin menggunakan dana internal.

Bayless dan Diltz (1994) dalam Sekar Mayangsari (2001) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas dengan tujuan untuk mengidentifikasi secara empiris kekuatan *balance theory* dan *pecking order theory* dalam membentuk keputusan *leverage*. Pendekatan yang digunakan adalah model logit. Beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan *leverage* ditinjau dari *pecking order theory* adalah jumlah penawaran sekuritas, harga saham, dan ROA. Sedangkan pada *balance theory* faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* adalah resiko bisnis, utang pajak, target *leverage ratio*, *corporate default premium* dan faktor-faktor lain yang dipertimbangkan seperti kos

transaksi, tingkat bunga dan asset tak berwujud.

Sejak keputusan struktur modal tercermin dari perubahan keputusan pendanaan, maka penelitian ini menggunakan perubahan *leverage* untuk mengukur keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian ini menggunakan beberapa atribut untuk menentukan struktur modal pada pasar modal Indonesia. Berikut ini adalah penjelasan mengenai masing-masing atribut yang digunakan dalam penelitian ini:

Assets tangibility

Asset tangibility menunjukkan suatu kekayaan yang biasanya dapat dijadikan jaminan. Semakin banyak *asset tangibility* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral asset* (jaminan) untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang, hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral asset* untuk *memback-up* hutang. (Ari christianti, 2006). Pemenuhan kebutuhan dana akan diutamakan dari modal sendiri dan modal asing hanya sebagai pelengkap (Riyanto, 1989 dalam Sekar Mayangsari, 2001). Hal ini disebabkan oleh penggunaan aktiva tetap akan menimbulkan adanya beban tetap yang berupa *fixed cost*. Dan apabila perusahaan memakai modal asing, untuk membelanjakan aktiva tetapnya maka *cost* tetap yang akan ditanggungnya juga akan besar. (Sekar Mayangsari, 2001). Haris dan Raviv (1991) dalam Ari Christianti (2006) menyatakan perusahaan dengan *level fixed assets* yang rendah mempunyai lebih banyak masalah *asymmetric information* dibandingkan perusahaan dengan level fixed asset yang tinggi. Perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi umumnya adalah perusahaan yang besar, yang dapat

menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasinya. Dengan demikian sesuai dengan hipotesis *pecking order* maka diharapkan *asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

$H_1 = \text{Assets Tangibility}$
berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Firm Size

Ukuran perusahaan menunjukkan berapa asset atau kekayaan yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan ini diukur dengan menghitung *total sales* yang ada pada masing-masing perusahaan. (Nisa Fidyati 2003). Menurut Ari christianti (2006) perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Menurut Susi Indriani (2006) perusahaan besar memiliki resistansi yang lebih tinggi terhadap kemungkinan kebangkrutan dibandingkan perusahaan kecil, hal ini berarti ukuran perusahaan dapat berpengaruh terhadap besaran biaya kebangkrutan. Berarti semakin besar sebuah perusahaan maka semakin besar manfaat yang diperoleh dari penghematan pajak karena penerbitan hutang jangka panjang. Oleh sebab itu seperti halnya dalam studi Haris dan Raviv (1991), serta Rajiv dan Zingales (1995) dalam Susi Indriani (2006), maka dalam penelitian ini ukuran perusahaan juga akan dijadikan sebagai variabel pengendali atas dengan hipotesa berhubungan negatif dengan *leverage* perusahaan.

$H_2 = \text{Size perusahaan}$ berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Growth

Pendekatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) merupakan komplemen profitabilitas yang merupakan *control variable* untuk menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan disini digunakan pertumbuhan total aktiva, yang cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan. (Susi Indriani, 2006). Menurut Nisa fidyati (2003) pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang berarti pula bahwa kesempatan bertumbuh perusahaan makin tinggi, maka akan semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan. Brigham dan Houston (2001) dalam Saidi (2004) mengatakan bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

Terkait dengan ini Bradley et.al. (1984) dalam Nisa fidyati (2003) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh tinggi akan memiliki biaya kebangkrutan yang tinggi mengimplikasikan adanya *financial leverage* yang rendah dan tidak optimal, karena dana yang dimiliki banyak dipergunakan untuk menutup biaya kebangkrutan. Ari christianti (2006) menyatakan bahwa Hipotesis *Pecking order theory*, mempunyai dua sinyal yaitu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan

melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Fama dan French (2002) dalam Ari Christianti (2006) menganggap kedua sinyal tersebut sebagai kompleksitas dari Pecking order.

$H_3 = \text{Growth}$ berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Profitability

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. (Saidi, 2004). Bringham dan Houston (1986) dalam Saidi (2004) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Sekar mayangsari (2001) menyatakan bahwa perusahaan dengan *rate of return* tinggi cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, Karena dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Beberapa bukti penelitian (Baskin 1989, Titman dan Wessels 1988, Thies dan Klock 1992) dalam Sekar Mayangsari (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian keuntungan pada investasi tinggi menggunakan hutang yang relatif kecil.

Myers dan Majluf (1984) dalam Ari Christianti (2006) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Sedangkan Jensen (1986) dalam Ari christiati (2006) menyatakan terdapat hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika pasar dalam mengontrol perusahaan tidak

efektif. Sebaliknya, jika pasar dalam mengontrol perusahaan efektif terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage* perusahaan.

$H_4 = \text{Profitability}$ berpengaruh negatif terhadap *leverage*

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari tahun 2002 sampai dengan 2007 yang didapat dari perpustakaan MM UGM. Yang meliputi data akuntansi berupa laporan keuangan yaitu meliputi: *book value per share, fixed assets, total assets, market price per share, net sales, total equity, EBIT, net income, long term debt, short term debt, capital assets*, jumlah saham yang beredar, dan harga penutupan saham untuk masing-masing sampel penelitian. Data yang diperlukan dalam penelitian ini berupa data yang di dapat dari *Indonesian capital Market Directory* (ICMD), internet, koran dan media lainnya.

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan telah terdaftar di BEI sejak Desember 2002-2007 dan tidak mengalami delisting selama periode penelitiannya.
2. Perusahaan yang tidak masuk dalam sektor keuangan. Perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan memiliki laporan keuangan yang berbeda dari perusahaan pada umumnya, sehingga dapat menghasilkan kesimpulan yang salah ketika dibandingkan dengan perusahaan pada umumnya.
3. Perusahaan tidak menghentikan

- operasinya selama tahun 2002-2007
- Perusahaan memberikan laporan keuangan tahunan secara periodik kepada BEI selama periode berjalan

Berdasarkan kriteria tersebut didapatkan 99 perusahaan yang dijadikan sampel di dalam penelitian ini dengan periode penelitian selama 6 tahun, sehingga jumlah unit observasi adalah 594. Daftar perusahaan-perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian ini dapat dilihat pada lampiran 1(56-58).

Pengukuran Variabel

Adapun variabel dalam penelitian ini terdiri dari:

Variabel dependen: *debt ratio*

Variabel independen: *asset tangibility*, *firm size*, *growth* dan *profitability*

- Variabel Dependen

Variabel dalam penelitian ini menggunakan proksi *leverage* yaitu *debt ratio*.

$$\text{Debt Ratio}(L) = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

• Variabel Independen

Assets Tangibility

Variabel ini diberi symbol *T*. *Assets tangibility* ini akan dihitung dengan menggunakan perbandingan antara aktiva tetap dan total asset.

$$\text{Tangibility } (T) = \frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total asset}}$$

Firm Size

Ukuran perusahaan (*Size*) diukur dengan melihat penjualan bersih yang dimiliki perusahaan. Variabel ini diberi symbol *Sz*.

$$Sz = \ln(\text{Sales})$$

Growth

Proksi yang biasanya digunakan dalam pengukuran *growth* (*Gr*) adalah *market to book value* (*MBV*)

$$MBV = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Profitability

Variabel ini diberi symbol *Prf*.

Dalam pengukuran profitabilitas menggunakan proksi, yaitu:

$$ROE = \frac{EBIT}{Equity}$$

Profitabilitas menunjukkan berapa *earnings* atau keuntungan yang dimiliki perusahaan. Karena semakin besar profitabilitas yang diperoleh perusahaan maka semakin kecil pula pendanaan yang berasal dari hutang (Eksternal).

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi merupakan sebuah alat statistik yang memberikan penjelasan tentang pola hubungan (model) antara dua variabel atau lebih. Dalam analisis regresi, dikenal dua jenis variabel yaitu:

- Variabel Respon disebut juga variabel *dependent* yaitu variabel yang keberadaannya dipengaruhi oleh variabel lainnya dan dinotasikan dengan *Y*.
- Variabel Prediktor disebut juga variabel *independent* yaitu variabel yang bebas (tidak dipengaruhi oleh variabel lainnya) dan dinotasikan dengan *X*.

Analisis regresi linier berganda memberikan kemudahan bagi pengguna untuk memasukkan lebih dari satu variabel prediktor hingga *p*-variabel prediktor dimana banyaknya *p* kurang dari jumlah observasi (*n*). Sehingga model regresi dapat ditunjukkan sebagai berikut :

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_pX_p + \mu \quad (1)$$

Karena model diduga dari sampel, maka secara umum ditunjukkan sebagai berikut :

$$L = b_0 + b_1 T + b_2 Sz + b_3 Gr + b_4 Prf + \mu \quad (2)$$

Keterangan :

L = *Leverage* perusahaan

T = *Assets Tangibility* perusahaan

Sz = *Firm Size* perusahaan

Prf = *Profitability* perusahaan

Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum model regresi di atas digunakan dalam pengujian hipotesis, terlebih dahulu model tersebut akan diuji apakah model tersebut memenuhi asumsi klasik atau tidak, yang mana asumsi ini merupakan asumsi yang mendasari analisis regresi. Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan untuk memastikan bahwa model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi dasar dalam analisis regresi yang meliputi asumsi: tidak terjadi autokorelasi, tidak terjadi heteroskedastisitas dan tidak terjadi multikolinearitas.

Pengujian Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas adalah suatu keadaan dimana salah satu atau lebih variabel independen dapat dinyatakan sebagai kombinasi linier dari variabel independen lainnya. Salah satu asumsi regresi linier klasik adalah tidak adanya multikolinearitas sempurna (*no perfect multikolinearitas*). Suatu model regresi dikatakan terkena multikolinearitas apabila terjadi hubungan linier yang *perfect* atau *exact* diantara beberapa atau semua variabel bebas. Akibatnya akan sulit untuk melihat pengaruh secara individu variabel bebas terhadap variabel tak bebas (Madalla, 1994:269-270). Pendeteksian multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan metode VIF. Dengan kriteria pengujian, jika $VIF > 10$, maka H_0 ditolak, dan jika

$VIF < 10$, maka H_0 diterima.

Pengujian Heteroskedastisitas

Homokedastisitas adalah situasi dimana varian (σ^2) dari faktor pengganggu atau *disturbance term* adalah sama untuk semua observasi X . Penyimpangan terhadap asumsi ini yaitu disebut heterokedastisitas yaitu apabila nilai varian (σ^2) variabel tak bebas (Y_i) meningkat sebagai akibat dari meningkatnya varian variabel bebas (X_i), maka varian dari Y_i tidak sama (Insukindro, 2001:62). Pendeteksian heterokedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *scatter plot*. Caranya dengan melihat pola tertentu dari titik-titik (*poin-poin*) pada *scatter plot* (Ghozal, 2001:73). Dengan dasar pengujian:

- Jika ada pola tertentu terdapat titik-titik (*poin-poin*) yang ada membentuk suatu pola beraturan (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka terjadi heterokedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar ke atas dan di bawah 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi adalah suatu keadaan dimana faktor pengganggu (*error term*) pada periode tertentu berkorelasi dengan faktor pengganggu pada periode lain. Faktor pengganggu tidak random (*unrandom*). Autokorelasi disebabkan oleh faktor-faktor kelembaman (*inersial*), manipulasi data, kesalahan dalam menentukan model (*bias spesification*), adanya fenomena sarang laba-laba, dan penggunaan lag dalam model. Pendeteksian asumsi autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Durbin Watson*.

Dengan kriteria pengujian:

- Jika $d\text{-hitung} < dL$ atau $d\text{-hitung} > (4-dL)$, H_0 ditolak, berarti ada autokorelasi.
- Jika $dU > d\text{-hitung} < (4-dU)$, H_0 diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi.
- Jika $dL < d\text{-hitung} < dU$ atau $(4-dU) < d\text{-hitung} < (4-dL)$, maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya korelasi.

Pengujian Hipotesis

Uji T

Uji t digunakan untuk membuktikan pengaruh *assets tangibility* (T), *firm size* (Sz), *growth* (Gr) dan *profitability* (Prof) terhadap *leverage* secara individual (uji t) dengan asumsi bahwa variabel yang lain tetap atau konstan. Perhitungan dilakukan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00*.

Pengujian Goodness of Fit

R^2 (Koefisien Determinasi) ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan secara komprehensif terhadap variabel dependen. Nilai R^2 (Koefisien Determinasi) mempunyai *range* antara 0-1. Semakin besar nilai

R^2 mengindikasikan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bagian ini akan dibahas tahap-tahap dan pengolahan data yang kemudian akan dianalisis tentang pengaruh *Asset Tangibility*, *Size*, *Growth*, dan Profitabilitas terhadap *Leverage* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2002-2007. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari BEI. Laporan keuangan perusahaan yang non manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu Tahun 2002-2007, sehingga sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Dari laporan keuangan tersebut dilakukan tabulasi data *Asset Tangibility*, *Size*, *Growth*, Profitabilitas, dan *Leverage*. Setelah ditabulasi kemudian diinterpretasikan nilai maksimum, minimum, mean, dan standar deviasi masing-masing variabel. Adapun hasil-hasil perhitungan tersebut dapat dilihat pada analisis deskriptif sebagai berikut:

Analisis Deskriptif

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
T (%)	594	0,00	1,58	0,42	0,24
SZ (Ln)	594	9,65	18,07	13,7	1,69
GR (%)	594	-10,98	21,26	1,58	2,49
Prof (%)	594	-1.183,97	400,73	2,84	82,6
Leverage (%)	594	0,02	5,42	0,64	0,53

Sumber: Hasil Olah Data Statistik Deskriptif, 2009.

Berdasarkan Tabel 1 di atas, dapat dijelaskan beberapa hal berikut :

- Rata-rata *Asset Tangibility* sebesar 0,42 persen, nilai minimum sebesar

0,00 persen, nilai maksimum sebesar 1,58 persen, dan standar deviasi sebesar 0,24 persen dengan jumlah observasi (n) sebesar 594.

- Rata-rata Size dalam bentuk Ln sebesar 13,7 Ln , nilai minimum sebesar 9,65 Ln , nilai maksimum sebesar 18,07 Ln , dan standar deviasi sebesar 1,69 Ln dengan jumlah observasi (n) sebesar 594.
- Rata-rata Growth sebesar 1,58 persen, nilai minimum sebesar -10,98 persen, nilai maksimum sebesar 21,26 persen, dan standar deviasi sebesar 2,49 persen dengan jumlah observasi (n) sebesar 594.
- Rata-rata Profitabilitas sebesar 2,84 persen, nilai minimum sebesar -1.183,97 persen, nilai maksimum sebesar 400,73 persen, dan standar

deviasi sebesar 82,6 persen dengan jumlah observasi (n) sebesar 594.

- Rata-rata Leverage sebesar 0,64 persen, nilai minimum sebesar 0,02 persen, nilai maksimum sebesar 5,42 persen, dan standar deviasi sebesar 0,53 persen dengan jumlah observasi (n) sebesar 594.

Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel T, SZ, GR, dan Prof terhadap Leverage. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS

Variabel	Koefisien Regresi	Standart Error	t-statistik	Probabilitas
Konstanta	0,651	0,188	3,470	0,001***
T (X_1)	-0,226	0,092	-2,469	0,014**
SZ (X_2)	-0,004	0,014	-0,280	0,779
GR (X_3)	-0,031	0,009	-3,354	0,001***
PROF (X_4)	-0,001	0,000	-1,929	0,045**
R^2 : 0,518				
Adjusted R^2 : 0,516				
F-statistik : 6,177.				
Sig. : 0,000***				

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2009.

*** = Signifikan 1% = < 0,001.

** = Signifikan 5% = < 0,05.

Berdasarkan hasil linier berganda metode OLS dapat dijelaskan bahwa nilai probabilitas $t_{hitung}^{***} < Level\ of\ Significant$. Hal ini dapat diartikan Asset Tangibility, Size, dan Profitabilitas berpengaruh terhadap Leverage pada

perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2002-2007, sedangkan Growth berpengaruh, tetapi tidak signifikan terhadap Leverage. Pada pengujian pengaruh secara bersama-sama nilai probabilitas $F_{hitung}^{***} < Level$

of Significant. Hal ini dapat diartikan Asset Tangibility, Size, Growth, dan Profitabilitas berpengaruh secara bersama-sama terhadap Leverage pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2002-2007. Nilai R^2 (Koefisien Determinasi) sebesar 0,518 artinya variabel dependen (Y) dalam model yaitu Leverage dijelaskan oleh variabel independen yaitu T, SZ, GR, dan Prof sebesar 48,2%, sedangkan sisanya sebesar 52,1% dijelaskan oleh faktor lain di dalam model.

Pengujian Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas adalah suatu keadaan dimana salah satu atau lebih variabel independen dapat dinyatakan sebagai kombinasi linier

dari variabel independen lainnya. Salah satu asumsi regresi linier klasik adalah tidak adanya multikolinearitas sempurna (*no perfect multikolinearitas*). Suatu model regresi dikatakan terkena multikolinearitas apabila terjadi hubungan linier yang *perfect* atau *exact* diantara beberapa atau semua variabel bebas. Akibatnya akan sulit untuk melihat pengaruh secara individu variabel bebas terhadap variabel tak bebas (Madalla, 1994: 269-270).

Pendeteksian multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan dengan metode VIF.

Kriteria pengujian :

Jika $VIF > 10$, maka H_0 ditolak

Jika $VIF < 10$, maka H_0 diterima

Hasil uji multikolinearitas dengan metode VIF sbb :

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas dengan Metode VIF

Persamaan	VIF	Nilai Kritis	Keterangan
T (X_1)	1,022	10	Tidak terkena multikolinearitas
SZ (X_2)	1,150	10	Tidak terkena multikolinearitas
GR (X_3)	1,163	10	Tidak terkena multikolinearitas
PROF (X_4)	1,081	10	Tidak terkena multikolinearitas

Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Uji VIF, 2009.

Hasil uji :

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas dengan metode VIF, nilai $VIF < 10$, artinya bahwa semua variabel bebas tidak terjadi multikolinearitas sehingga tidak membiaskan interpretasi hasil analisis regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Homoskedastisitas adalah situasi dimana varian (σ^2) dari faktor gangguan atau *disturbance term* adalah sama untuk semua observasi X. Penyimpangan terhadap asumsi ini yaitu disebut heteroskedastisitas yaitu apabila nilai varian (σ^2) variabel tak bebas (Y_i) meningkat sebagai akibat

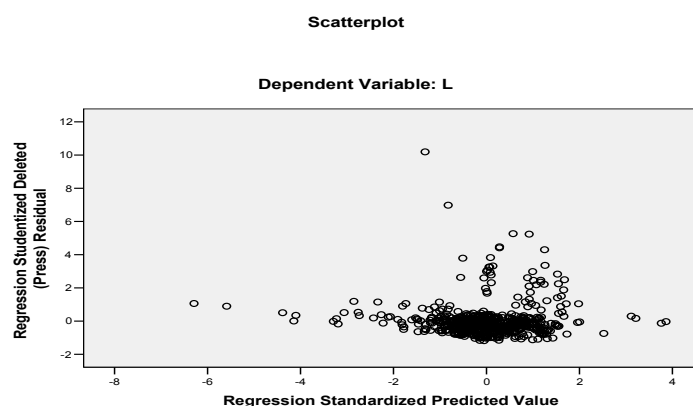
dari meningkatnya varian dari variabel bebas (X_i), maka varian dari Y_i tidak sama (Insukindro, 2001:62). Pendeteksian heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *scatter plot*. Caranya dengan melihat pola tertentu dari titik-titik (poin-poin) pada *scatter plot* (Ghozali, 2001:73).

Dasar pengujian:

- Jika ada pola tertentu terdapat titik-titik (poin-poin) yang ada membentuk suatu pola beraturan (bergelombang, melebar, kemudian menyempit) maka terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas serta

titik-titik menyebar ke atas dan di bawah 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan *scatter plot* sebagai berikut:



Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Uji heteroskedastisitas, 2009.

Gambar 1: Scatter Plot Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji:

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan *scatter plot* tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar ke atas dan di bawah 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti model yang di estimasi bebas dari heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah suatu keadaan dimana faktor pengganggu (*error term*) pada periode tertentu berkorelasi dengan faktor pengganggu pada periode lain. Faktor pengganggu tidak random (*unrandom*). Autokorelasi disebabkan oleh faktor-faktor kelembaman (*inersial*),

manipulasi data, kesalahan dalam menentukan model (*bias specification*), adanya fenomena sarang laba-laba, dan penggunaan lag dalam model. Pendeteksian asumsi autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Kriteria pengujian :

- Jika $d\text{-hitung} < dL$ atau $d\text{-hitung} > (4-dL)$, H_0 ditolak, berarti ada autokorelasi.
- Jika $dU > d\text{-hitung} < (4 - dU)$, H_0 diterima, berarti tidak terjadi autokorelasi.
- Jika $dL < d\text{-hitung} < dU$ atau $(4-dU) < d\text{-hitung} < (4-dL)$, maka tidak dapat disimpulkan ada tidaknya autokorelasi.

Tabel 4

Hasil Uji Autokorelasi

Tingkat Autokorelasi (DW)	Jenis Autokorelasi
$(4 - DW.L) < DW < 4$	Ada Autokorelasi negatif
$(4 - DW.U) < DW < (4 - DW.L)$	Tanpa kesimpulan
$2 < 2,039 < (2,41)$	Tidak Ada Autokorelasi
$DW.L < DW < DW.U$	Tanpa Kesimpulan
$0 < DW < DW.L$	Ada Autokorelasi positif

Sumber: Lampiran Hasil Olah Data Durbin Watson, 2009.

Hasil Uji:

Dari hasil regresi diperoleh nilai $D-W_{\text{statistik}}$ sebesar 2,039. Dengan $n = 594$, $k = 4$ dan taraf nyata (α) 5 %, maka nilai $dL = 1,59$, $dU = 1,76$, sehingga $(4-dU) = 4-1,76 = 2,24$ dan $(4-dL) = 4-1,59 = 2,41$. Ternyata nilai $D-W_{\text{statistik}}$ sebesar 2,039 berada di daerah penerimaan H_0 ($2 < 2,039 < (2,41)$). Hal ini berarti model yang diestimasi tidak terkena autokorelasi.

Pengujian Hipotesis

Uji t digunakan untuk membuktikan pengaruh T, SZ, GR, dan PROF terhadap Leverage secara

individual (uji t) dengan asumsi bahwa variabel yang lain tetap atau konstan. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut :

- a. Pengujian pengaruh variabel T (X_1) terhadap variabel Leverage (Y). Dengan taraf nyata (α) = 5% = 0,05, pengujian 1 sisi dengan Derajat kebebasan (*degree of freedom*) yaitu : $df = (n-k) = 594 - 5 = 589$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = -1,645$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = -2,469$.

Tabel 5
Hasil Uji t Variabel Asset Tangibility

Variabel	$t_{\text{statistik}}$	t_{tabel}	Sig.	Keterangan
T	-2,469	-1,645	0,014	Signifikan

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2009.

Kesimpulan :

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai probabilitas $t_{\text{statistik}} = 0,014 < \text{Level of Significant} = 0,05$, maka disimpulkan bahwa ada pengaruh negatif dan signifikan T (X_1) terhadap Leverage (Y). Hal ini dapat diartikan jika Asset Tangibility mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan.

- b. Pengujian pengaruh variabel SZ (X_2) terhadap variabel Leverage (Y). Dengan taraf nyata (α) = 5% = 0,05, pengujian 1 sisi dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) yaitu: $df = (n-k) = 594 - 5 = 589$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = -1,645$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = -0,280$.

Tabel 6
Hasil Uji t Variabel Size

Variabel	$t_{\text{statistik}}$	t_{tabel}	Sig.	Keterangan
SZ	-0,280	-1,645	0,779	T.Signifikan

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2009.

Kesimpulan :

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai probabilitas $t_{\text{statistik}} = 0,779 > \text{Level of Significant} = 0,05$, maka disimpulkan bahwa ada pengaruh negatif, tetapi tidak signifikan SZ (X_2) terhadap Leverage

(Y). Hal ini dapat diartikan, jika Size mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan, akan tetapi peningkatannya tidak signifikan.

- c. Pengujian pengaruh variabel GR (X_3) terhadap variabel Leverage (Y). Dengan taraf nyata (α) = 5% = 0,05, pengujian 1 sisi dengan Derajat kebebasan (*degree of freedom*)

yaitu: $df = (n-k) = 594 - 5 = 589$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = -1,645$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = -3,354$.

Tabel 7
Hasil Uji t Variabel Growth

Variabel	$t_{\text{statistik}}$	t_{tabel}	Sig.	Keterangan
GR	-3,354	-1,645	0,001	Signifikan

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2009.

Kesimpulan:

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai probabilitas $t_{\text{statistik}} = 0,001 < \text{Level of Significant} = 0,05$, maka disimpulkan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan GR (X_3) terhadap Leverage (Y). Hal ini dapat diartikan, jika Growth mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan.

- d. Pengujian pengaruh variabel Prof

(X_4) terhadap variabel Leverage (Y). Dengan taraf nyata (α) = 5% = 0,05, pengujian 1 sisi dengan Derajat kebebasan (*degree of freedom*) yaitu: $df = (n-k) = 594 - 5 = 589$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = -1,645$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = -1,929$.

Tabel 8
Hasil Uji t Variabel Profitabilitas

Variabel	$t_{\text{statistik}}$	t_{tabel}	Sig.	Keterangan
Prof	-1,929	-1,645	0,045	Signifikan

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda, 2009.

Kesimpulan :

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai probabilitas $t_{\text{statistik}} = 0,045 < \text{Level of Significant} = 0,05$, maka disimpulkan bahwa ada pengaruh negatif dan signifikan Prof (X_4) terhadap Leverage (Y). Hal ini dapat diartikan, jika

Profitabilitas mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan.

Pengujian Goodness of Fit

R^2 (Koefisien Determinasi) ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan secara komprehensif terhadap variabel dependen. Nilai R^2

(Koefisien Determinasi) mempunyai *range* antara 0-1. Semakin besar R^2 mengindikasikan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

Hasil dari regresi dengan metode OLS diperoleh R^2 (Koefisien Determinasi) sebesar 0,518 artinya variabel dependen (Y) dalam model yaitu Leverage dijelaskan oleh variabel independen yaitu T, SZ, GR, dan Prof sebesar 48,2%, sedangkan sisanya sebesar 52,1% dijelaskan oleh faktor lain di dalam model.

Pembahasan

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh

secara negatif dan signifikan Asset Tangibility terhadap variabel Leverage. Artinya jika Asset Tangibility mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan. Asset tangibility menunjukkan suatu kekayaan yang biasanya dapat dijadikan jaminan. Semakin banyak *asset tangibility* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral asset* (jaminan) untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang, hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral asset* untuk *memback-up* hutang. Pemenuhan kebutuhan dana akan diutamakan dari modal sendiri dan modal asing hanya sebagai pelengkap. Hal ini disebabkan oleh penggunaan aktiva tetap akan menimbulkan adanya beban tetap yang berupa *fixed cost* dan apabila perusahaan memakai modal asing, untuk membelanjakan aktiva tetapnya maka *cost* tetap yang akan ditanggungnya juga akan besar. Perusahaan dengan *level fixed assets* yang rendah mempunyai lebih banyak masalah *asymmetric information* dibandingkan perusahaan dengan level fixed asset yang tinggi. Perusahaan dengan level fixed assets yang tinggi umumnya adalah perusahaan yang besar, yang dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasinya. Dengan demikian sesuai dengan hipotesis *pecking order* maka diharapkan *asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Myers dan Majluf, 1984) dalam Ari Christianti (2006), (Harris dan Raviv, 1991) dalam Ari Christianti (2006) serta Susi Indriyani (2006) yang menyatakan bahwa adanya hubungan

negatif dan signifikan antara *asset tangibility* dan *leverage*.

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif, tetapi tidak signifikan antara Size terhadap variabel Leverage. Artinya jika Size mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan, akan tetapi peningkatannya tidak signifikan. Ukuran perusahaan menunjukkan berapa asset atau kekayaan yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan ini diukur dengan menghitung *total sales* yang ada pada masing-masing perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Perusahaan besar memiliki resistansi yang lebih tinggi terhadap kemungkinan kebangkrutan dibandingkan perusahaan kecil, hal ini berarti ukuran perusahaan dapat berpengaruh terhadap besaran biaya kebangkrutan. Berarti semakin besar sebuah perusahaan maka semakin besar manfaat yang diperoleh dari penghematan pajak karena penerbitan hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Susi Indriyani (2006) yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara *firm size* dan *leverage*.

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan Growth terhadap variabel Leverage. Artinya jika Growth mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan. Pendekatan pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) merupakan komplemen profitabilitas yang merupakan *control variable* untuk menilai prospek

perusahaan dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan disini digunakan pertumbuhan total aktiva, yang cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang berarti pula bahwa kesempatan bertumbuh perusahaan makin tinggi, maka akan semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan. Bahwa perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh tinggi akan memiliki biaya kebangkrutan yang tinggi mengimplikasikan adanya *financial leverage* yang rendah dan tidak optimal, karena dana yang dimiliki banyak dipergunakan untuk menutup biaya kebangkrutan. Hipotesis *Pecking order theory*, mempunyai dua sinyal yaitu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Kedua sinyal tersebut sebagai kompleksitas dari *Pecking order*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Myers dan Majluf, 1984) dalam Ari Christianti (2006) dan Susi Indriyani (2006) yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif dan signifikan antara *growth* dan *leverage*.

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara Profitabilitas terhadap variabel Leverage. Artinya jika Profitabilitas mengalami penurunan, maka Leverage juga akan mengalami peningkatan signifikan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan dengan *rate of return* tinggi cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, Karena dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Beberapa bukti penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian keuntungan pada investasi tinggi menggunakan hutang yang relatif kecil. Terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika pasar dalam mengontrol perusahaan tidak efektif. Sebaliknya, jika pasar dalam mengontrol perusahaan efektif terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984), Gordon Donaldson (1961), (Baskin, 1989, Titman dan Wessels, 1988, Thies dan Klock, 1992) dalam Sekar Mayangsari (2001) serta penelitian yang dilakukan oleh Susi Indriyani (2006) yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif dan signifikan antara *profitability* dan *leverage*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dan saran ini merupakan hasil dari penelitian mengenai pengaruh variabel *Asset Tangibility*, *Size*, *Growth*, dan *Profitabilitas* terhadap *Leverage* pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2002-2007. Kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian yang dilakukan dan saran akan diuraikan sebagai berikut :

Kesimpulan

1. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan *Asset Tangibility* terhadap variabel *Leverage*. Artinya jika *Asset Tangibility* mengalami penurunan, maka *Leverage* juga akan mengalami peningkatan signifikan. Hasil analisis ini mendukung *Pecking Order Theory*.
2. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan *Growth* terhadap variabel *Leverage*. Artinya jika *Growth* mengalami penurunan, maka *Leverage* juga akan mengalami peningkatan signifikan. Hasil analisis ini mendukung *Pecking Order Theory*.
3. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara *Profitabilitas* terhadap variabel *Leverage*. Artinya jika *Profitabilitas* mengalami penurunan, maka *Leverage* juga akan mengalami peningkatan signifikan. Hasil Analisis ini mendukung *Pecking Order Theory*.
4. Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa ada pengaruh secara negatif, tetapi tidak signifikan antara *Size* terhadap variabel *Leverage*. Artinya jika *Size* mengalami penurunan, maka *Leverage* juga akan mengalami peningkatan, akan tetapi peningkatannya tidak signifikan. Hasil analisis ini tidak mendukung *Pecking Order Theory*.
5. Berdasarkan pada hasil analisis di atas, secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa terdapat indikasi *Pecking Order Theory* berlaku dan dapat diterapkan dalam keputusan pendanaan perusahaan yang terdapat dalam pasar modal Indonesia.

Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian yang di peroleh dalam penelitian ini maka diharapkan bisa bermanfaat banyak pihak. Dari penelitian ini diharapkan bisa menjadi acuan bagi:

1. Investor
Dengan adanya penelitian ini maka investor bisa lebih selektif lagi dalam memilih pendanaan perusahaan yang akan dijadikan tempat untuk investasi. Salah satu pertimbangan yang bisa diambil dari penelitian ini adalah bahwa investor bisa melihat perusahaan mana yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi, dimana profitabilitas sangat berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan tersebut.
2. Bagi Manajemen Perusahaan
Penelitian ini bisa menjadi acuan bagi manajemen perusahaan dalam melihat perubahan *leverage* dalam laporan keuangan. Karena perubahan *Leverage* dipengaruhi oleh perubahan struktur modal perusahaan. Dan dengan perubahan struktur modal tersebut perusahaan dapat memilih untuk mendanai perusahaannya menggunakan dana internal ataupun eksternal.

Keterbatasan dan Saran

Adapun keterbatasan dan saran yang dapat diajukan penulis dari penelitian yang telah dilakukan antara lain sebagai berikut :

1. Penelitian ini hanya menggunakan periode pengamatan dari tahun 2002-2007, oleh karena itu bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode pengamatan yang lebih lama untuk bisa menghasilkan data yang lebih akurat.
2. Penulis tidak memperhatikan kondisi ekonomi, politik maupun alam yang terjadi di Indonesia atau melihat faktor internal perusahaan yang kemungkinan bisa mempengaruhi keakuratan sampel yang digunakan, oleh karena itu untuk penelitian selanjutnya diharapkan juga mempertimbangkan kondisi-kondisi khusus di atas.
3. Penelitian ini hanya berfokus pada pengukuran *Leverage* berdasarkan pada *book value* saja, diharapkan untuk penelitian selanjutnya tidak hanya terfokus pada pengukuran *leverage* berdasarkan pada *book value* saja tetapi juga berdasar pada *market value* sehingga hasilnya bisa dibandingkan dan lebih konsisten.
4. Hasil penelitian ini sekiranya dapat dijadikan sebagai acuan bagi peneliti lain untuk mengembangkan maupun mengoreksi dan melakukan perbaikan seperlunya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrianto, *Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-Perusahaan-Perusahaan Nonkeuangan LQ45*, Periode 2001-2005. <http://ssrn.com/abstract=1310471>
- Arifin, Zainal, (2005), *Teori keuangan dan Pasar Modal*, penerbit ekonisia Yogyakarta.
- Brigham-Daves, *Intermediate Financial Management*. Thomson, South Western, Eight edition, 2004.
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. (1999), *Manajemen Keuangan*, buku 2, edisi kedelapan, penerbit Erlangga: 58.
- Chirinko, R., Singha, A., 2000, *Testing Static Trade Off Againsts Pecking Order Models of Capital Structure*; A Critical Comment. *Journal of Financial Economics* 58, 417-425.
- Christianti, Ari (2006), *Penentuan perilaku kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur di bursa efek Jakarta: Hipotesis static trade off atau pecking order theory*, penerbit SNA 9 Padang
- Christianti, Ari, 2008, *Testing Pecking Order Theory (POT) Pengaruh Leverage terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. The 2nd National conference UKWMS Surabaya.
- Frank, M., Goyal, V., 2003, *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- Indonesian Capital Market Directory*, Financial statement, Balance sheet (2002-2007).

- Indriyani, Susi, (2006), *Pengujian pecking order hipotesis pada perusahaan manufaktur di BEJ periode 1997-2004*, penerbit Equity, vol.4 no.2, juli – Desember: 23-44.
- Jong, Abe de., Verbeek, Marno., Verwijmeren, Patrick., 2009. *Testing The Pecking Order Theory: The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits*. <http://ssrn.com/abstract=959995>
- Lemmon, M., Zender, J., 2002. *Debt Capacity and Test of Capital Structure Theories*. Unpublished working paper. University of Utah and University of Arizona.
- Lind, Marchal, Wathen, 2005. *Statistical Techniques in Business & Economics*. Mc Graw Hill, twelfth edition.
- Mayangsari, Sekar, (2001), *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan: Pengujian pecking order hypotesis*, Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi, vol.1 No.3 Desember: 1-26
- Prabansari, Yuke, Kusuma, Hadri, 2005. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Sinergi, 1-15.
- Syam-Sunder, L., Myers, S., 1999. *Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models of Capital Structure*. Journal of Financial Economics 51, 219-244.

www.idx.co.id

www.yahoo.finance.com

www.ssrn.com